

**Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa**

Departamento de Finanças e Contabilidade

**DECISÕES DE DESINVESTIMENTO POR PARTE DAS EMPRESAS DE CAPITAL  
DE RISCO**

**Elisabete Gomes Santana Félix**

Tese submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de:

**Doutor em Gestão**  
Especialidade de Finanças

Orientador:

Prof. Doutor Mohamed Azzim Gulamhussen

[Setembro de 2006]

# Resumo

Recorrendo ao modelo de equilíbrio de Jeng e Wells (2000) e à revisão de literatura efectuada, examinámos os factores determinantes do mercado de capital de risco europeu, acrescentando como factores a taxa de desemprego, o desinvestimento por via de *trade sale* e o rácio *market/book*. Foram recolhidos dados agregados relativos a este mercado e dados macroeconómicos, aos quais aplicámos modelos de dados de painel, com efeitos fixos e aleatórios. Com a melhor adequação dos modelos de efeitos aleatórios, obtivemos a confirmação da importância de alguns dos factores já utilizados e dos introduzidos, confirmando a importância da taxa de desemprego e *trade sales*.

O questionário enviado aos investidores de capital de risco de vinte países europeus permitiu-nos perceber que predominam os investidores ainda recentes, de nível de escolaridade maioritariamente pós-graduado, com preferência por investimentos do tipo *late stage*, com igual preferência entre investimentos do tipo *hightech* ou não *hightech*, com investimentos de pequena dimensão, com forte envolvimento nas empresas participadas, preferindo realizar saídas pela seguinte ordem: *trade sale*, *write-offs* e *IPO*.

Utilizando ainda os dados do questionário, modelos OLS e de duração para a validação das hipóteses, e tendo presente a teoria da assimetria da informação, analisámos a duração e a decisão de desinvestimento. Concluímos que são aspectos relacionados com o investidor e seu envolvimento no negócio, que mais influência têm. Para as *IPO* são os investimentos do tipo *late stage* e *hightech* os que apresentam maiores probabilidades de ocorrência; enquanto que para *trade sale* são os investimentos do tipo *early stage* e não *hightech*.

**Palavras-chave:** Capital de risco; Europa; Duração do investimento; Desinvestimento; *IPO*; *Trade Sale*; *Write-off*; Assimetria de Informação

**JEL Classification:** C23, C41, F00, G24, G31, G32, G34, M13.

# Abstract

Building upon the equilibrium model of Jeng and Wells (2000) and prior research, we study the determinants of the European venture capital market, adding up the unemployment tax, the trade sale exit and the *market/book* ratio. We collected aggregated data about this market and macroeconomic data, to which we applied panel data models, with fixed and random effects. With the best adequacy of the random effect models, we got confirmation of the importance of some of the already used factors and also the introduced ones, confirming the importance of the unemployment tax and trade sales.

The questionnaire to venture capital investors of twenty European countries allowed us to perceive that they are young, have postgraduate education, prefer late stage investments, are indifferent to high-tech versus non high-tech investments, prefer relatively small investments, have strong involvement in portfolio companies, and exiting in the following order: trade sale, write-offs and IPO.

Using the data from the questionnaire, OLS and duration models for the hypotheses validation, and having presented the theory of asymmetric information, we analyzed the duration and the divestment decision. We conclude that the aspects related with the investor and their involvements in the business are the most influential. In the case of IPO, late stage and high-tech investments enjoy greater probabilities of occurrence; while early stage and not high-tech investments are more likely for trade sale.

**Key words:** Venture Capital; Europe; Investment duration; Divestment; *IPO*; *Trade Sale*; *Write-off*; Asymmetric Information

**JEL Classification:** C23, C41, F00, G24, G31, G32, G34, M13.